

## 我国台湾地区对证券市场操纵 行为的法律界定与规制

蔡奕\*

**摘要:**我国台湾地区经过多年发展,已形成一整套规制证券市场操纵行为的法律规范,并有着丰富的执法和司法实践经验。研究比较我国台湾地区证券法的相关规范,分析我国台湾地区证券市场操纵行为的特征及典型案例,总结我国台湾地区认定市场操纵的有益实践经验,对健全和完善大陆的市场操纵执法体制,打击市场操纵尤其是新型短线操纵行为有着重要的参考价值。

**关键词:**市场操纵 连续买卖 长线坐庄 短线操纵

我国台湾地区证券市场与大陆证券市场有许多相似之处:其一,从投资者结构看,两地市场均是以散户为主的证券市场;其二,从交易制度看,二者也极为相似,如均设有涨跌波幅限制;其三,从股市涨跌波幅看,两地市场股价波动很大,大盘均多次出现暴涨暴跌的情况;此外,从历史文化、风俗习

---

\* 深圳证券交易所综合研究所副研究员,法学博士。

惯、大众心理、社会诚信和法律传统等方面,我国台湾地区与大陆都很相似。因此,了解我国台湾地区证券市场操纵行为的法制与监管实践情况,对健全和完善大陆的市场操纵执法体制,打击市场操纵尤其是新型市场操纵行为有着重要的参考价值。

## 一、我国台湾地区证券法关于市场操纵行为的法律规范

我国台湾地区关于市场操纵的法律规范集中体现于“证券交易法”第155条中,该条将市场操纵行为分为五大类,分别为:

### (一)信息型操纵

信息型操纵特指意图影响集中交易市场有价证券交易价格,而散布流言或不实资料的行为。该条款规范的是“散布”流言和不实资料者,而没有将进行有价证券买卖交易时对少数人或特定人的虚假或不真实陈述的情况也包括在内。这里的“散布”除行为人直接散布外,还包括借助他人散布的情况。

### (二)相互委托

相互委托是指行为人为了抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格,与他人通谋,以约定价格在自己出售或购买有价证券时,使约定人同时为购买或出售之相对行为的情况。该条款规范的行为是利用虚假交易,创造某种有价证券交易热络的表象,进而使投资大众误解的行为。该条款中的“约定价格”、“同时”等客观行为构成要件,在实务上应该理解为只要有成交的可能性就可以,而不需要一定严格以“同一”为必要条件。

### (三)违约交割

违约交割是指在集中交易市场报价,业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割,足以影响市场秩序的行为。将违约交割列为市场操纵,这样的立法例为我国台湾地区所独有。

### (四)连续买卖

连续买卖是指意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格,自行或以他人名义,对该有价证券,连续以高价买入或以低价卖

出的行为。该条款规范的客观行为要件为“自行或以他人名义,对该有价证券,连续以高价买入或以低价卖出者。”所谓“连续”,我国台湾地区司法实务上认为“只要是基于概括犯意,为两次以上之行为,即为连续。”<sup>①</sup>

### (五) 其他操纵行为

其他操纵行为是指直接或间接地从事其他影响集中交易市场某种有价证券交易价格的行为。该条款是反操纵条款的概括规定,也是兜底条款,以弥补前面几个条款的不足。

我国台湾地区对于市场操纵的立法例与大陆《证券法》极为类似,都采用了比较传统的“列举加兜底”的立法方法,且都涵盖了连续买卖(大陆称为连续交易)、相互委托、信息型操纵等类型,但我国台湾地区有其独特的市场操纵类型,如违约交割。

## 二、我国台湾地区证券市场操纵行为的具体特征

2001年台湾证券交易所发布了一个专题报告《台湾集中交易市场股价操纵案例研究及查核业务之改进》,该报告对1995年到2000年间台湾“检查署”及第一、二审法院共计37件关于市场操纵的处分或判决案例(其中不起诉有4件、无罪判决有6件、一审有罪判决有22件、二审有罪判决有5件)进行了研究。<sup>②</sup>报告认为,我国台湾地区证券市场的典型操纵模式为长期坐庄的连续交易操纵模式,即通过吸货、养多(制造股价活跃假象)、洗盘、轧空(逼空头回补)和出货五个典型阶段操纵股价。而短线操纵常用的拉抬、打压、虚假申报手法在其中的各个阶段都可能单独出现。

### (一) 吸货

要操纵股价,通常必须使市场上的流通筹码减少,故炒作之初,必

<sup>①</sup> 陈春山:《证券交易法论》,台湾五南图书出版公司1996年版,第307页。

<sup>②</sup> 我国台湾地区证券交易所研究报告:《集中交易市场股价操纵案例及查核业务之改进》(2001年),第20~25页。

须先吸货,使筹码集中于操纵者之手。吸货过程通常都缓慢且悄悄地进行,以不引起市场投资人、证券交易所等监视单位的注意。至于具体方法,则是分散于数家证券商,使用大量人头户买进,大部分主力同时使用证券金融公司或自办信用交易证券商所提供的融资买进,因此,该标的股票每日信用交易融资余额会有逐步增加的现象。在这一阶段,主力使用的人头户会出现大量净买入现象。

### (二) 制造活络假象

当主力已经吸收市场上大部分筹码之后,此时上市公司会配合发布公司利多消息。主力则一方面开始从事冲洗性买卖,增加该股票成交量,以制造市场活络假象,另一方面配合利多消息缓慢拉高股价,以吸引一般散户投资者进入。如此一来,一则培养市场上多头散户共襄盛举,减少市场上流通筹码推高股价,二则可以借机调节卖出在低价时买进的股票获利,以培植更雄厚的资金实力。这些行为主要利用了市场上的散户习惯。一般散户的观念是:当一股票成交量放大,且股价逐渐上升,就被视为有主力介入,股价容易上涨,散户投资者通常愿意买进、追涨。因此为吸引散户投资者,主力必须制造活络假象。这一阶段系在吸收散户买进,故可称之为“养多”阶段。

### (三) 制造股价震荡

在这一阶段,冲洗性买卖持续进行,但会出现股价大幅震荡的情形。此时主力会先开始拉高股价,出现连续数日盘中达到涨停价或以涨停价收盘,使股价达到不合理价位,然后又有一至数日出现盘中跌停价或以跌停价收盘的情形,让一般散户投资者有股价无法继续冲高的错觉。在此种情况下,一些信心不足的多头散户会卖出持股出场<sup>③</sup>,但同时也会吸引一般投资者开始融券放空。这一阶段主力的人头户会出现较大量的净买入,融券余额也会大量增加,因此,这一阶段也可称之为“养空”期。

### (四) 空头回补阶段

经过前述三个阶段之后,市场筹码大致已经被主力控制,主力开始大力拉抬股价,部分空头会认输回补,部分则坚决不认输,此时上市公

---

<sup>③</sup> 主力此种做法俗称“清洗浮额”。

司会配合举行临时股东会、除权或除息。由于过去的信用交易制度规定,凡是遇到公司举行股东常会、股东临时会、除权或除息时,融券放空投资者必须强制回补<sup>④</sup>,因此,一旦公司宣布举行股东会、除权或除息,空头唯有认输回补。但主力每日仅会释出少量股票,空头回补又会推升股价,使股价冲得更高,主力则趁此机会获利,尤其是以融资买进部分,通常会先获利了结。但在融资获利了结情形下,会出现融券余额低于融券余额的现象,这时证券金融公司或自办信用交易券商只有在市场“标借”股票补足差额。这种情形,主力不但可以赚到股价的价差,还可以出借股票赚取标借费用。相反的,空头不但负担价差,来不及回补的还要负担标借费,因此,这一阶段市场称之为“轧空”。

### (五) 股价回落期

当轧空结束,主力已经获利,手中剩下的股票无论以何种方式卖出都是获利,因此开始大量以低价卖出,此时只见股价每日都是大跌,那些未追随主力在轧空期卖出的多头散户,只有眼睁睁地看着股价下滑而卖不出去,这一阶段市场称之为“杀多”阶段。

从我国台湾地区证券交易所专题报告所提供的信息以及所收集到的台湾市场操纵案例来看,我国台湾地区证券市场的操纵行为仍以传统的集中资金连续交易(长线坐庄)、相对委托(对敲)为主,辅之以少量的信息型操纵。在所收集到的资料中,没有单独就拉抬、打压、拉尾盘、操纵开盘价等单一短线操纵行为定罪立案的案例。但是,在台湾的长线操纵案件中,上述短线操纵行为穿插其中,在一些典型案例中,短线操纵手段扮演了非常重要的角色。

## 三、长线坐庄中的短线操纵——“大日公司股票操纵案”

2003年8月,台北地方法院审结的“杨世全操纵大日公司股票”案件<sup>⑤</sup>是一起典型的运用短线操纵手段从事长线连续交易操纵的案例。

<sup>④</sup> 这一规定已经于1997年修订,只有股东常会、除权息时才有强制回补的适用。

<sup>⑤</sup> 参见台北地方法院2003诉字第679号刑事判决书。

经法院审理查明,该案被告杨世全使用自己、其弟杨世贤、其妻叶瑶馨在菁英证券公司、伟利证券公司及宝来证券公司所开立的账户,于1999年12月4日至2000年3月15日间采用下列手段连续高价买入台湾店頭市场<sup>⑥</sup>上柜公司——大日公司的股票:

### (一)影响开盘价

被告在开盘前以涨停板价格委托买进大日公司股票,不仅都在开盘前以涨停板价格委托买进大日公司股票,而且其委托数量都是当日开盘前以涨停板价格委托买进大日公司股票数量投资人排行榜的第一名。据法院统计,在涉案交易日中,行为人委买额占开盘前委托比重的比例达20%~59.74%不等,足以导致大日公司股票以涨停价格开盘。

### (二)自买自卖,制造交易活跃假象

被告于2000年1月25日使用自己在菁英证券公司账户以每股37.8元之价格买入90,000股大日公司股票,又以其所使用之杨世贤宝来证券公司账户以每股42.9元至43.4元不等之价格共买入403,000股大日公司股票,同时又以其菁英证券公司账户以每股43.4元卖出300,000股大日公司股票;另于同年3月13日,被告通过其菁英证券公司账户以56元买入8000股大日公司股票,同时使用该账户以每股56元卖出363,000股大日公司股票。被告在同一日内使用自己控制的账户以同样价格买入、卖出该股票,其行为明显意在炒作股价,制造该股票交易活络的假象。

### (三)连续高价买入,拉抬股价

被告利用以上开立账户连续以高于成交价委托买进,再挟其委托数量上之绝对优势,影响大日股票价格。在其中十余个交易日,被告每日买进之成交量占该股票各该日总成交量20%以上(其中1999年12月14日、16日、23日、2000年1月5日、19日、21日、2月9日高达30%以上,2000年3月15日更达56.07%),且大日股票价格则在此期间内一路由1999年12月3日收盘价之每股9.7元飙涨至2000年2月22日涨停板每股94元,涨幅高达792.96%,足以证明被告操作之价、量已明显影响大日公司股票之价格。

<sup>⑥</sup> 即“柜台买卖中心”。

#### (四)作尾盘

在其中的少数交易日,杨世全以资金优势将股价推至涨停价位后,继续在涨停价位买卖股票。

“大日公司股票操纵案”看起来像是大陆短线操纵手法的“集大成者”,在一个历时仅数月的短周期操纵中,操纵者采用了影响开盘价、自买自卖、拉抬、作尾盘等诸多短线操纵手法,并且有效地影响了股价。在认定行为性质上,我国台湾地区法官认为被告的行为构成我国台湾地区“证券交易法”第155条第1项第4款的“连续买卖”操纵行为,操纵者因此最终获刑一年两个月。

### 四、我国台湾地区对市场操纵若干法律难点的认定

我国台湾地区证券市场的市场操纵多以连续买卖型操纵为主,我国台湾地区的证券监管机构和司法部门经过多年实践和研判,对连续买卖操纵构成要素的认定形成了一套独到的判解和观点。

#### (一)连续买卖主观意图的认定

根据我国台湾地区“证券交易法”的相关规定,连续买卖要以“抬高或压低集中交易市场某种有价证券价格”为意图。实践中,当事人不大可能自证其罪,因此主观意图的认定相当困难。我国台湾地区的司法部门采取的主要是以“客观行为相似性”来佐证主观故意的证明方法,即通过市场上的异动来判断操纵行为的存在,进而通过操纵行为来推定嫌疑人的主观故意。这种推定方法的关键在于证明行为人的行为“异于常人”,如频繁、大量高买低卖,利用大量“人头户”,通过媒体散播消息配合操纵等,进而推定投资人进行的不是正常的交易行为,有连续交易操纵市场的主观故意。

#### (二)合谋操纵的认定

我国台湾地区传统的连续买卖操纵主要通过“人头户”进行,我国台湾地区自实行款券划拨管理制度以后,已无法从交割单据上直接分辨当事人资金往来情况。因此,对于利用他人账户的认定只能依赖当事人在券商处的开户、征信资料或通过当事人的委托协议归纳出粗糙

的“合谋”。但在幕后操盘者通过繁复手法从事洗钱活动,当事人又拒不承认“合谋”的情况下,这种认定方法就很难奏效。于是,我国台湾地区司法部门近年逐渐通过二级市场交易行为“一致性”的分析来辅助判断“合谋”的存在。他们借助刑法上关于共犯“犯意联络、行为分担”的理论来分析当事人的一致行为对共同犯意的影响。如若在实践中发现行为人之间利用信件、电话、电邮、聚会的联络记录,可辅助认定操纵“合谋”的成立。

### (三)连续买卖中“连续”的认定

我国台湾地区实务界关于“连续”的认定,一直存有争议,连续买卖究竟是一日为数次买卖的,还是接连几个交易日为同样类型的买卖?在实务中,连续买卖操纵既可能表现为一日为数次买卖,也可能表现为连续多个交易日买卖,如果将“连续”要求为二者皆备,则对连续买卖的要求较为严格。但实践中操纵者基于成本考量,往往不会连续数日进行高价委托,而是拉高股价先行沽出部分持股套取利益,待股价因卖压下跌后再进场拉抬,以逐步拉高方式垫高股价。因此,我国台湾地区司法部门将“连续”的时限拉窄,理解为“一日为多次买卖行为”,甚至一些研究报告认为“只要基于概括的故意,为二次以上行为即为连续”。<sup>⑦</sup>

### (四)“高价买入”、“低价卖出”的认定

根据“我国台湾地区最高法院”1985年5851号刑事判决的解释,所谓“高价买入”,是指“在特定时间内,逐日以高于平均买价、接近最高买价或以最高买价买入”;所谓“低价卖出”,是指“在特定时间内,逐日以低于平均卖价、接近最低卖价或以最低卖价卖出”。该解释一度被奉为权威解释,广为引用。但随着电子化交易的普及,上述解释已不能完全适用,例如,“买价”、“卖价”究竟是“成交价”还是“委托价”,我国台湾地区证券交易场所也未曾逐日计算及公布“平均买价”和“平均卖价”,这些都制约着该解释的实际运用。因此,近年来,我国台湾地区司法部门对该解释加以升级,认为“高价买入”是“在一段期间内,逐

<sup>⑦</sup> 蔡敦铭、吴光明、陈春山:《证券交易法第155条规定之检讨与建议》,台北市证券商业同业公会1997年研究报告。



日以高于委托当时之揭示价、接近当日涨停参考价之价格或以当日涨停参考价买入”；“低价卖出”是“在一段期间内，逐日以低于委托当时之揭示价、接近当日跌停参考价之价格或以当日跌停价卖出”。<sup>⑧</sup>

## 五、几点启示

### (一) 证券法律的适时修改

证券市场操纵行为不仅具有多样性，而且具有不断衍生扩张的特点，市场操纵的手段和技术也在不断发生变化，随着证券市场的不断发展，市场操纵也会有新的表现形式，短线操纵就是近年市场操纵的一种新形式。从海外的证券立法经验看，许多国家和地区（如美国、德国、日本和我国台湾地区）几乎每隔一至两年就会对证券市场操纵行为法律规范进行修改补充或授权监管部门就市场操纵的规制问题制定细化规则，以适应打击市场操纵的实际需要。我国自2005年年底《证券法》修订之后，迟迟未启动《证券法》的下一轮修订工作，使《证券法》对新型证券违法行为的法律适用性大打折扣。

具体分析我国现行《证券法》第77条的市场操纵条款，再比较其与1998年旧《证券法》第71条的差异，可以发现除删除“以获取不正当利益或转嫁风险为目的”、统一“操纵证券交易价格或证券交易量”、完善洗售和相对委托具体表述以及增加民事责任外，现行《证券法》基本沿袭了旧《证券法》的立法套路，将市场操纵主要类别局限于连续交易、洗售和相对委托三大类，辅之以“其他操纵行为”的兜底条款。显然，这种以传统坐庄模式为主要规制对象的市场操纵立法已无法适应证券市场打击新型市场操纵尤其是短线操纵的实际需要了。立法和监管机构应适时启动《证券法》的修订工作，研究探讨在《证券法》中明确规制短线操纵行为的思路与方法。

### (二) 规制短线操纵的法律途径

从我国台湾地区“证券交易法”的规定和执法司法实践分析，我国

---

<sup>⑧</sup> 梁宏哲：“证券集中交易市场操纵行为刑事责任之研究”，台湾中兴大学硕士论文，1993年6月。

台湾地区没有将短线操纵作为市场操纵的独立类型,也没有对其制定专门的法律规范。据我国台湾地区证券交易所的研究资料表明,我国台湾地区证券市场的主要操纵模式仍为集中资金、连续买卖的长线坐庄模式,辅之以一些信息型操纵。但在长线坐庄模式中,拉抬、打压、操纵开盘价、作尾盘等短线操纵手法贯穿其间,成为长线操纵的重要手段。

虽然都有“其他操纵行为”的兜底条款,但我国台湾地区司法实践并没有用“其他操纵行为”来简单认定影响开盘价、自买自卖、拉抬、作尾盘等短线操纵行为,而是将其与“证券交易法”原有的操纵类型作一联系比照,推敲两者之间的关联。我国台湾地区司法判决认为,影响开盘价、自买自卖、拉抬、作尾盘等行为是“连续高价买入或低价卖出”的连续买卖型操纵的手段,仍然没有脱离传统型操纵的范畴。其与连续买卖的关系,是手段与目的、形式与实质之间的关系。

在短线操纵的规制思路,究竟是以新型操纵行为独立界定短线操纵,还是从既有的证券立法探索短线操纵与长线操纵的关联,充分引申和解释既有的操纵类型,我国台湾地区的司法实践为我们提供了一个新的思考角度。

### (三) 市场操纵主观意图的证明

我国台湾地区“证券交易法”对“连续买卖”操纵有“意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格”的主观要件,与大陆的执法实践一样面临着查证当事人主观犯意的难题。

我国台湾地区法官是这样解决这个难题的:“‘意图’因涉及行为人主观之心理状态,无法直接证明之,而须通过行为人之买卖交易事实及涉案时之市场客观交易状况认定之。行为人买卖股票之事实及其涉案时市场之客观交易状况观之,如其有冲洗买卖、拉尾盘及影响开盘价之情事,而当时股价又呈现明显异常之情事,即难认其无操纵股价之嫌”。<sup>⑨</sup>

这种方法可以概括为“客观印证主观”的方法:即通过市场上的异

---

<sup>⑨</sup> 系台北地方法院主审法官黄雯惠的判词,参见台北地方法院2003诉字第679号刑事判决书。

动来判断操纵行为的存在,进而通过操纵行为来推定嫌疑人的主观故意。这种推理方法的关键在于证明行为人的行为“异于常人”,如频繁、大量高买低卖,冲洗交易,拉尾盘,影响开盘价,频繁报撤单,买卖证券方向与其投资建议方向相反等,结合股价当时的异动,进而推定投资人进行的不是正常的交易行为,有操纵市场的主观故意。这种方法的实质在于将“主观归责”标准转化为“客观验证”标准,降低了举证难度。

#### (四) 市场操纵“影响股价”的灵活判断

大陆的证券执法中,常遭遇到如何判断操纵行为“影响证券交易价格或交易量”的问题,在解决这个问题的思路,两岸是类似的,都是以操纵者的委托或交易金额占正常同期委托或交易金额的比重作为重要判断标准之一。

相比较而言,我国台湾地区的“影响股价”判断标准周期更长,也更为灵活,以“大日公司股价操纵案”为例,检控机关统计了1999年12月4日至2000年3月15日的所有交易日操纵者每日委托或交易占比的比重。最终认定有25个交易日行为人委托买进大日公司之数量高居投资人排行榜第一名,有9个营业日委托比重超过20%,4个营业日委托比重超过30%,3个营业日委托比重超过40%,有一个交易日开盘前委比超过59.74%。由此综合认定操纵者的操纵行为影响了股价或交易量。

大陆《最高人民法院、公安部关于经济犯罪案件追诉标准的补充规定》规定构成连续交易型市场操纵罪的标准是“持股30%以上且在20个交易日占成交量30%以上”,相对于我国台湾地区的标准而言,无论是计算周期还是持股比例都较为僵化,也无法应对实践中短线操纵的操作特点,有进一步修改完善的必要。

#### (五) 通过合理交易制度创新来抑制市场操纵尤其是短线操纵

涨跌停制度的根本目的是抑制价格过度波动,稳定市场,但某种意义上它也成了短线操纵所利用的一种工具。一部分金融工程学者们研究发现,涨跌停制度存在明显的磁力效应(magnet effect),即当股价接近当日的限制价格(涨跌停板)时,股价会加速达到这一限制价格,即涨跌停限制犹如磁石,将股价吸向限制价格,且离限制价格越近,磁力

效应就越明显,到达限制价格的时间就越短。同时,行为金融学上还存在着锚定效应(anchoring effect),当股价趋向限制价格时,投资者由于担心股票不能流动而竞相抢购或抛售股票,导致股价加速达到锚定价格。<sup>⑩</sup>因此,短线操纵者往往利用影响开盘价、拉抬、打压、做尾盘等手段努力将股价操纵趋向涨跌停价格,从投资者的跟风炒作中渔利,也正基于此,早期的短线操纵者被称为“涨停板敢死队”。

目前,各界对正常涨跌停制度10%(ST类股票为5%)的合理性存在一定的争议,但不可否认的是,目前的涨跌停制度对短线操纵行为模式的形成具有重要的影响。案例实证研究表明,我国大陆、台湾地区等实行涨跌停限制的市场,拉抬、作尾盘、操纵开盘价等短线操纵行为较为典型,这应该不是一种偶然现象。应从金融学和法学结合的角度加强研究涨跌停等交易制度与短线操纵行为的相互关系,探索涨跌停等交易制度改革对抑制短线操纵等违规行为的影响,也许能在规制短线操纵的传统法律“封堵”途径外,找到更有效率的市场化“疏导”途径。

---

<sup>⑩</sup> 陈浩武、杨朝军、范利民:“中国证券市场涨跌幅限制的磁力效应研究”,载《管理科学学报》2008年第10期。